

A POUPANÇA DAS FAMÍLIAS EM PORTUGAL: EVIDÊNCIA MICRO E MACROECONÓMICA*

Nuno Alves**

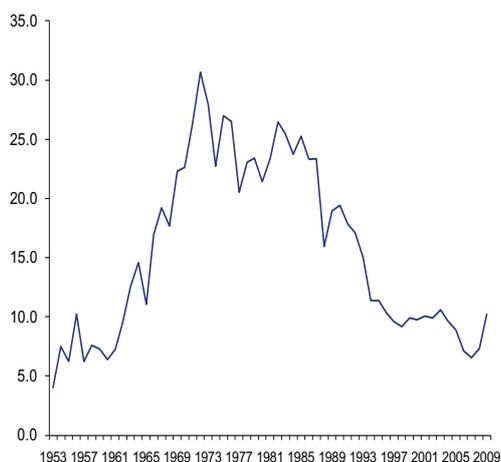
Fátima Cardoso**

1. INTRODUÇÃO

A evolução da taxa de poupança das famílias tem atraído um interesse crescente no debate sobre as perspetivas da economia portuguesa. Este interesse é fundado na permanência de vários desequilíbrios macroeconómicos, em particular das elevadas necessidades de financiamento externo da economia. Adicionalmente, é bem conhecido que a taxa de poupança das famílias apresentou uma forte queda no período de convergência para a área do euro, situando-se posteriormente em níveis relativamente baixos no quadro europeu, ascendendo a cerca de 10 por cento do rendimento disponível em 2009 (Gráficos 1 e 2). No entanto, apesar da importância da evolução da poupança das famílias – bem como dos restantes setores institucionais - a literatura aplicada ao caso português neste âmbito é ainda bastante escassa.

Gráfico 1

TAXA DE POUPANÇA DAS FAMÍLIAS EM PORTUGAL
Em percentagem do rendimento disponível

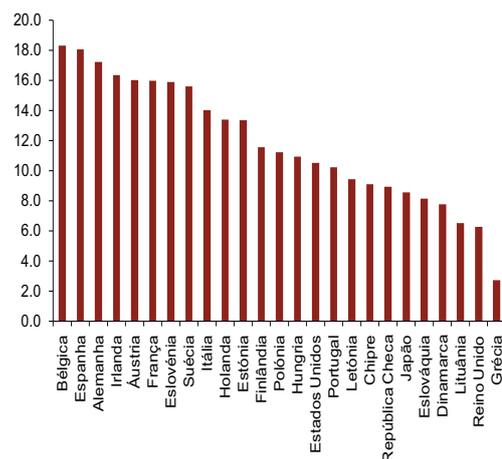


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Antes de 1995 os dados têm por base as séries longas do Banco de Portugal; após 1995 têm por base as contas nacionais do INE. A poupança não está ajustada pela participação das famílias nos fundos de pensões.

Gráfico 2

TAXA DE POUPANÇA DAS FAMÍLIAS: COMPARAÇÃO INTERNACIONAL - 2009
Em percentagem do rendimento disponível



Fonte: AMECO.

* Os autores agradecem os comentários, esclarecimentos e sugestões de Mário Centeno, Ricardo Félix, Ana Cristina Leal, José Ferreira Machado e Carlos Robalo Marques. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

O presente artigo visa contribuir para o debate sobre a evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal. Uma das novidades do artigo é a apresentação conjunta de evidência micro e macroeconómica. Estas duas dimensões são claramente complementares, dado que as decisões individuais nem sempre são consistentes com os efeitos agregados ao nível da economia como um todo. Um bom exemplo destes efeitos de composição é o chamado “paradoxo da poupança”, popularizado por Keynes (em que as famílias decidem individualmente aumentar a sua poupança mas, dado o impacto contracionista destas decisões sobre a procura e o rendimento disponível, a poupança acaba por diminuir em termos agregados). Deste modo, serão analisadas não só as decisões de poupança das famílias a um nível microeconómico, mas também a evolução temporal da taxa de poupança a um nível agregado.

Uma análise aturada do comportamento da poupança das famílias implica a conjugação de um vasto leque de decisões inter-relacionadas e com uma natureza inter-temporal. Deste modo, não surpreende que o estudo da poupança exija a combinação de várias áreas da economia, como sejam o crescimento económico, a oferta de trabalho, a política governamental ou as decisões de consumo. Esta complexidade – num quadro de referência teórico que exige adicionalmente a inclusão de questões como a incerteza e o risco – justifica alguma contenção na interpretação teórica dos resultados empíricos apresentados no presente artigo e representa uma oportunidade em aberto para investigações futuras.

O artigo encontra-se estruturado da seguinte forma. Na secção 2 procura-se caracterizar as decisões de poupança das famílias em Portugal, com base numa amostra seccional referente a 2005/06. Na secção 3, a evolução da taxa de poupança agregada das famílias é modelada para o período 1985-2009, com base numa regressão de séries temporais. A secção 4 apresenta as principais conclusões.

2. QUEM POUPA EM PORTUGAL?

A análise das decisões de poupança das famílias¹ a um nível microeconómico é um elemento tipicamente ausente dos estudos sobre a taxa de poupança em Portugal. A presente secção contribui para colmatar esta lacuna, visando caracterizar a heterogeneidade presente no comportamento da poupança das famílias em Portugal. Esta caracterização é potencialmente importante não só para interpretar alguns desenvolvimentos observados a nível macroeconómico, mas também na definição de políticas que pretendam intervir sobre as decisões de poupança das famílias (ver Kotlikoff, 1989). Esta secção começa por apresentar as bases de dados utilizadas na análise (subsecção 2.1). Em seguida, explora-se alguma evidência sobre a distribuição da poupança em Portugal e sobre a evolução da poupança ao longo do ciclo de vida dos agentes (subsecções 2.2 e 2.3). Finalmente, apresenta-se uma análise multivariada dos fatores que se encontram associados às decisões de poupança a um nível microeconómico (subsecção 2.4).

(1) Neste artigo, a referência a particulares e famílias será utilizada indistintamente, correspondendo, no caso desta secção, às famílias propriamente ditas, e na secção 3 a um conceito mais lato, abrangendo, para além das famílias, as Instituições sem Fins Lucrativos ao Serviço das Famílias. Em todo o artigo, os dados da variável poupança (e, conseqüentemente, das taxas de poupança) são baseados no conceito de poupança bruta.

2.1. Descrição dos dados e questões conceptuais

A análise baseia-se no último Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF), realizado pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) em 2005/06². 10403 agregados familiares participaram neste inquérito. A poupança de cada agregado familiar foi definida como a diferença entre o rendimento total e a despesa total³. Estas variáveis incluem componentes não monetárias, nomeadamente a auto-locação (autoavaliação do valor hipotético da renda de casa pelos agregados familiares que sejam proprietários), o auto-consumo, o autoabastecimento ou os recebimentos em géneros. O rendimento inclui as transferências sociais e é líquido de impostos sobre o rendimento e das contribuições para regimes de proteção social. Os inquéritos fornecem igualmente ponderadores por agregado familiar que permitem extrapolar os resultados para o conjunto da população (INE, 2008). Estes ponderadores foram utilizados em todos os cálculos efetuados.

Os estudos sobre a poupança a um nível microeconómico confrontam-se inevitavelmente com a qualidade dos dados utilizados. No caso do IDEF, a taxa de poupança é claramente superior à taxa de poupança calculada nas Contas Nacionais do INE. Esta conclusão é consistente com a obtida em inúmeros estudos a nível internacional (ver por exemplo Moreno-Badía, 2006). De facto, a taxa de poupança média (ponderada) calculada com base no IDEF 2005/06 ascende a cerca de 20 por cento, enquanto a taxa de poupança oficial se situava em 8.9 por cento em 2005 e 7.1 por cento em 2006. Esta discrepância impõe duas observações. Em primeiro lugar, é conhecido que tanto o rendimento como a despesa são calculados com significativos erros de medida nos inquéritos às famílias. Tipicamente, tanto o rendimento como a despesa são sub-reportados. Estes erros transmitem-se diretamente à estimativa da poupança. No entanto, importa notar que a evidência microeconómica não será significativamente afetada pela existência destes erros de medida no caso de estes não diferirem sistematicamente entre os vários segmentos da população. Em segundo lugar, existem diferenças metodológicas significativas entre as estatísticas oficiais de contas nacionais e o cálculo da poupança baseado no IDEF. Um exemplo relevante prende-se com os encargos com juros pagos pelas famílias, que não se encontram disponíveis no IDEF. De acordo com as Contas Nacionais, estes encargos ascendiam a cerca de 6 por cento do rendimento disponível em 2005 e a cerca de 7 por cento em 2006.

2.2. Alguns factos sobre a distribuição da poupança em Portugal

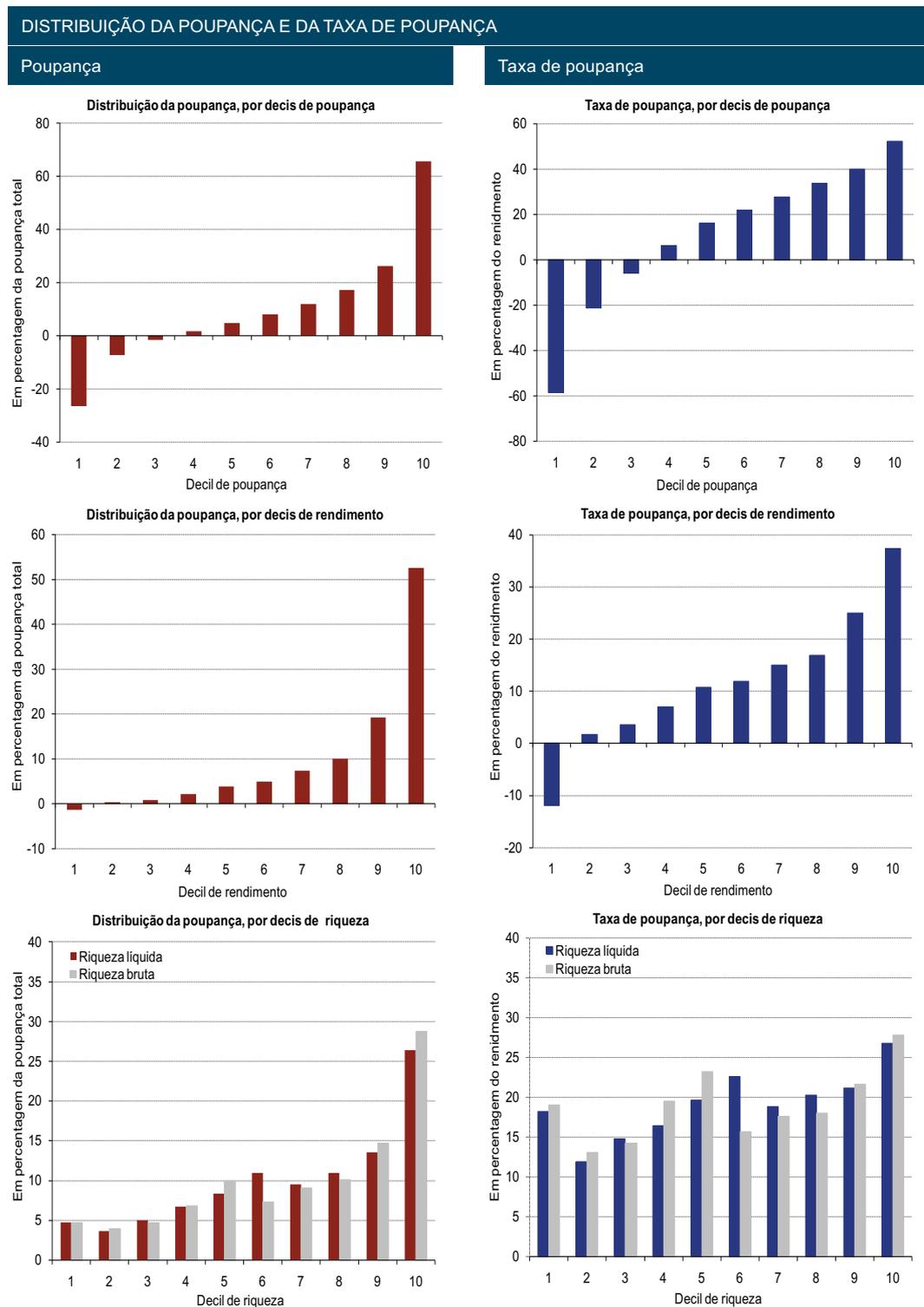
O Gráfico 3 caracteriza a distribuição da poupança e da taxa de poupança das famílias em Portugal, de acordo com os decis de poupança, com os decis de rendimento e com os decis de riqueza líquida⁴. O gráfico permite evidenciar algumas características importantes da distribuição da poupança das famílias em Portugal. Em primeiro lugar, existe uma elevada desigualdade na distribui-

(2) Para uma apresentação detalhada do questionário e do desenho da amostra do IDEF 2005/06, ver INE (2008).

(3) Os dados do inquérito não permitem identificar os rendimentos de cada indivíduo que compõe o agregado familiar. Adicionalmente, é de notar que enquanto as despesas das famílias se referem ao principal ano do inquérito (2006), os agregados de rendimento referem-se ao ano precedente (2005). O cálculo da poupança incorpora assim, em média, um ligeiro enviesamento em baixa, mas que não deverá afetar de forma significativa os resultados reportados.

(4) A medida de riqueza líquida foi calculada com o mais recente Inquérito à Riqueza e Património das famílias (IPEF), realizado pelo INE e pelo Banco de Portugal no último trimestre de 2006 e no primeiro trimestre de 2007. A amostra de indivíduos do IPEF é uma sub-amostra do IDEF 2005/06, sendo composta por cerca de 8500 agregados familiares. Para uma apresentação detalhada das características do IPEF, ver Farinha (2008).

Gráfico 3



Fonte: IDEF 2005/06.

ção da poupança. Mais de 90 por cento do total da poupança é gerada por apenas 20 por cento das famílias (o decil das famílias com níveis superiores de poupança é responsável por cerca de dois terços do total da poupança). Por seu turno, existem muitas famílias que reportam níveis negativos de poupança. De facto, os três primeiros decis da distribuição de poupança apresentam uma taxa de poupança média negativa. É interessante contrastar este resultado com as respostas ao Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa (Banco de Portugal, 2010), em que cerca de metade dos entrevistados afirmaram não fazer poupanças.

Em segundo lugar, o gráfico permite concluir que a maior parte da poupança é realizada pelas famílias com maiores níveis de rendimento ou de riqueza (líquida ou bruta). Em termos da distribuição por decis de rendimento, é possível concluir que os dois decis da população com maiores rendimentos são responsáveis por cerca de 70 por cento do total da poupança (este valor poderá estar enviesado em alta dada a existência de erros de medição). No caso da distribuição da riqueza, a assimetria na distribuição da poupança é menor, observando-se que os dois decis da população com maior riqueza representam cerca de 40 por cento do total da poupança.

Em terceiro lugar, é interessante notar que as conclusões obtidas em termos do nível de poupança encontram uma correspondência com os resultados para a taxa de poupança. Em particular, a taxa de poupança é crescente no rendimento e na riqueza das famílias. O facto de a taxa de poupança ser crescente com o nível de riqueza contraria os modelos em que a poupança é simplesmente proporcional ao rendimento permanente. Este resultado está em linha com o obtido em Dynan *et al.* (2004) para os EUA. Note-se, contudo, que a dispersão da taxa de poupança é claramente maior entre os vários decis da distribuição do rendimento em comparação com os decis da distribuição da riqueza.

2.3. O comportamento da taxa de poupança ao longo do ciclo de vida

A teoria que estrutura a análise do comportamento da taxa de poupança é a teoria do ciclo de vida, inicialmente proposta por Modigliani e Brumberg (1954). Este quadro conceptual serviu de base a numerosos desenvolvimentos subsequentes, nomeadamente com a introdução de incerteza, de restrições de liquidez e de transferências inter-geracionais (Attanasio e Weber, 2010). Em termos gerais, a teoria sugere que os indivíduos alisam as decisões de consumo ao longo da vida e face a choques não antevistos e temporários que afetam o seu rendimento corrente e futuro. Deste modo, os indivíduos tendem a poupar menos quando os seus rendimentos são mais baixos – incluindo o início da vida ativa, períodos de desemprego ou o período de reforma – e quando as suas necessidades de despesa são mais elevadas – nomeadamente no caso de nascimento de filhos ou de aquisição de bens duradouros (Blundell, 2010).

Infelizmente, a informação do IDEF, dada a sua natureza seccional – centrada num único momento do tempo – não permite testar a validade da teoria do ciclo de vida para o caso português. O problema em observar apenas dados microeconómicos relativos a um determinado ano é que as decisões de poupança dos indivíduos nos vários escalões etários resultam da sequência de choques

que enfrentaram no passado, das expectativas quanto ao rendimento futuro em cada momento do tempo, e das respetivas preferências, que podem não ser comparáveis entre gerações. Não é possível, assim, aferir a validade da teoria observando apenas o comportamento de equilíbrio num determinado momento temporal. De facto, o teste da teoria exigiria idealmente uma base de dados de painel, em que os agregados familiares fossem acompanhados ao longo de um período relativamente longo. Em alternativa, a análise poderia ser desenvolvida com base numa sequência de inquéritos representativos de natureza seccional, mas suficientemente representativos que permitissem a construção de *cohorts* sintéticos para vários momentos do tempo (ver Browning e Crossley, 2001)⁵.

Não obstante, é interessante – de um ponto de vista descritivo – observar os padrões de rendimento, despesa e poupança para os agregados familiares em Portugal, de acordo com os escalões etários do representante dos agregados⁶. Esta evidência é reportada no Gráfico 4a. O gráfico permite concluir que o rendimento das famílias segue um perfil em forma de bossa ao longo do gradiente etário, com o maior rendimento familiar a ser registado para os escalões entre os 45 e os 54 anos. Particularmente evidente é a queda de rendimento observada na idade de reforma. A despesa familiar segue globalmente o mesmo perfil do rendimento, embora ligeiramente mais alisado. Deste modo, a poupança aumenta até ao escalão etário de 55 a 64 anos, e diminui posteriormente, embora se situe permanentemente em níveis positivos.

Apesar de não permitir aferir diretamente o comportamento de poupança dos indivíduos ao longo do seu ciclo de vida, o gráfico evidencia dois elementos habitualmente apresentados como contraditórios com a teoria do ciclo de vida. O primeiro elemento refere-se à queda na despesa observada nos escalões etários mais elevados, que contraria o perfil alisado previsto na teoria. A literatura salienta que este comportamento se encontra associado a despesas que deixam de ser realizadas na idade de reforma (sendo exemplos proeminentes as despesas em transporte para o local de trabalho e as despesas em restauração), bem como ao facto de os indivíduos tenderem a não poupar o suficiente para a fase não ativa do seu ciclo de vida, o que exige – no momento da reforma – uma revisão permanente em baixa do nível de consumo (Browning e Crossley, 2001). O facto de a taxa de poupança continuar a ser positiva até ao final do ciclo de vida é habitualmente justificado na literatura com base em motivos de precaução – relacionados por exemplo com a possibilidade de ocorrerem despesas de saúde inesperadas – ou com o desejo de deixar heranças aos descendentes⁷.

O segundo elemento aparentemente conflituante com a teoria do ciclo de vida decorre do forte comovimento entre consumo e rendimento nos escalões etários ao longo da vida ativa. Este facto parece contrariar a capacidade dos indivíduos alisarem o nível de despesa prevista na teoria. No

(5) A conjugação das anteriores vagas dos Inquéritos aos Orçamentos Familiares (1994/95 e 2000) com o IDEF 2005/06 poderá constituir um ponto de partida para esta análise, mas encontra-se para além dos objetivos do presente trabalho.

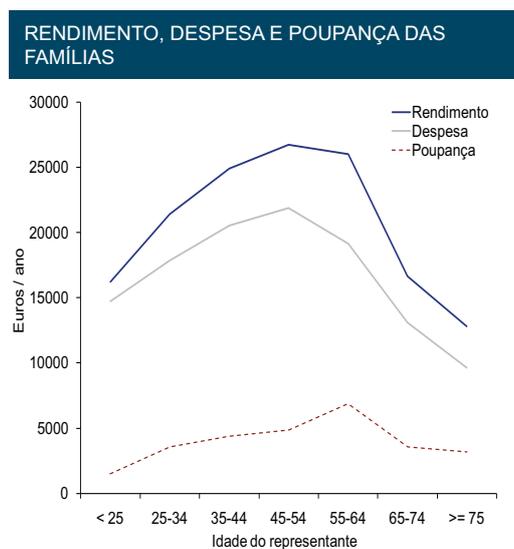
(6) No IDEF, o representante dos agregados é tipicamente o cônjuge masculino e com maior nível educacional.

(7) De acordo com Jappelli e Modigliani (2003), a poupança na idade da reforma é na verdade negativa, se for corretamente medida. Em particular, os descontos para fundos de pensões deveriam ser contabilizados como poupança no momento em que são realizados. Desta forma, as pensões recebidas na idade da reforma deveriam ser entendidas como uma diminuição da riqueza acumulada anteriormente e não como parte do rendimento corrente.

entanto, como salientado por vários autores, esta evidência deve ser qualificada com as alterações na composição dos agregados familiares observadas ao longo do ciclo de vida (Attanasio e Weber, 2010). De facto, o perfil em forma de bossa da despesa desaparece quando re-escalamos o rendimento e a despesa com a escala de equivalência modificada da OCDE – que atribui um peso de 1.0 ao primeiro adulto do agregado familiar, 0.5 aos restantes adultos e 0.3 a cada criança (ver Gráfico 4b).

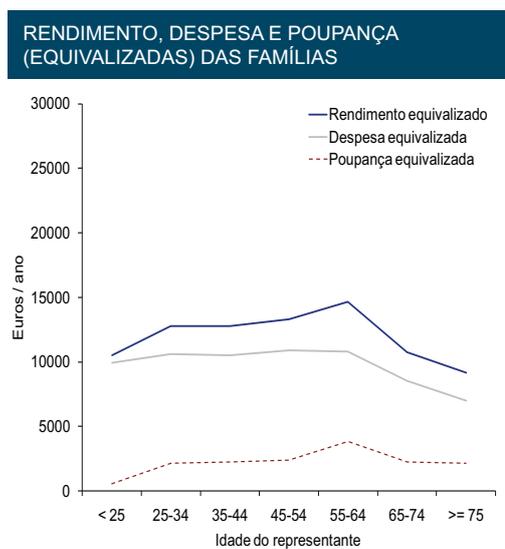
Deste modo, os dados constantes do IDEF 2005/06 surgem globalmente consistentes com várias dimensões importantes previstas na teoria do ciclo de vida.

Gráfico 4 a



Fontes: IDEF 2005/06.

Gráfico 4 b



Fontes: IDEF 2005/06.

2.4. Alguma evidência multivariada

Com o objetivo de conhecer mais aprofundadamente alguns fatores associados à decisão de poupança das famílias em Portugal, estimaram-se várias regressões que visam explorar a riqueza de informação microeconómica constante do IDEF 2005/06. De molde a analisar a informação relativa aos segmentos de famílias que mais contribuem para a poupança em Portugal – ou seja, as famílias nos percentis mais elevados da distribuição de poupança – recorreu-se à estimação de regressões de quantis. Nestas regressões, a variável explicada corresponde ao nível de poupança – ou à taxa de poupança – do agregado familiar e as variáveis explicativas são as características geográficas do alojamento (região em que reside o agregado familiar e grau de urbanização do local do alojamento), algumas características do representante do agregado familiar (idade, condição perante o trabalho e propriedade da habitação em que reside), bem como algumas características do agregado familiar (dimensão da família, número de membros que exercem uma profissão para além do representante, existência de um cônjuge no agregado e nível de educação do representante).

O Quadro 1 apresenta os resultados das regressões para os percentis 50 e 90, bem como para a

Quadro 1

REGRESSÕES DE MÍNIMOS QUADRADOS E DE QUANTIS (PERCENTIS 50 E 90)

Variável dependente: poupança (euros/ano) e taxa de poupança (em percentagem)

| Média e Percentis 50 e 90 | Poupança | | | Taxa de poupança | | |
|---|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| | Média | p(50) | p(90) | Média | p(50) | p(90) |
| Idade do representante (face ao escalão etário entre 25 e 34 anos) | | | | | | |
| Menos de 25 | -863.9 (1461.4) | 52.2 (818.8) | 2528.2 (1889.7) | -14.433 (5.201) | -6.119 (7.218) | -6.697 (5.036) |
| 35-44 | 1393.0 (488.4) | 836.0 (284.6) | 1212.0 (686.3) | 0.363 (1.738) | 0.616 (2.497) | -1.608 (1.837) |
| 45-54 | 2695.4 (513.2) | 1084.4 (285.3) | 4039.1 (698.5) | -3.408 (1.826) | -0.922 (2.504) | 0.855 (1.815) |
| 55-64 | 5808.3 (558.5) | 1835.5 (309.7) | 8042.9 (800.2) | -0.448 (1.988) | 2.720 (2.715) | 6.195 (2.004) |
| 65-74 | 4983.4 (695.4) | 2001.3 (367.5) | 5985.9 (1034.0) | 2.713 (2.475) | 6.139 (3.226) | 5.655 (2.371) |
| Igual ou mais de 75 | 5450.1 (757.2) | 2146.3 (394.3) | 5552.7 (1080.5) | 8.301 (2.695) | 10.567 (3.464) | 6.505 (2.486) |
| Educação do representante (face ao caso de 0 anos de escolaridade completa) | | | | | | |
| 4 anos de educação | -265.2 (448.6) | 64.9 (212.8) | 1342.4 (578.1) | -4.029 (1.597) | -3.572 (1.869) | -4.980 (1.437) |
| 6 anos de educação | 973.6 (569.0) | 772.2 (284.1) | 3623.9 (768.9) | -3.617 (2.025) | -1.994 (2.495) | -4.797 (1.877) |
| 9 anos de educação | 1483.0 (578.9) | 1194.7 (290.2) | 5040.1 (783.6) | -5.550 (2.060) | -0.521 (2.549) | -2.287 (1.905) |
| 12 anos de educação | 4339.3 (609.5) | 2912.5 (314.7) | 8764.9 (835.3) | 0.681 (2.169) | 2.903 (2.764) | -1.575 (2.062) |
| ≥ 15 anos de educação | 12182.9 (592.0) | 8844.7 (306.7) | 25374.0 (815.1) | 9.573 (2.107) | 9.241 (2.693) | 5.245 (2.060) |
| Condição perante o trabalho do representante (face a um representante que trabalha) | | | | | | |
| Desempregado | -2870.6 (563.6) | -1949.5 (307.7) | -2492.1 (738.2) | -5.780 (2.006) | -7.573 (2.702) | -0.433 (1.871) |
| Reformado | -568.7 (479.4) | 384.8 (236.9) | -639.6 (703.3) | 2.765 (1.706) | 1.444 (2.076) | 0.182 (1.537) |
| Outro não trabalhador | -1561.9 (598.4) | -1350.7 (304.9) | -315.3 (782.0) | -8.980 (2.130) | -7.038 (2.673) | 0.204 (1.976) |
| Nº membros que trabalham (além do representante) | 2132.6 (219.6) | 2565.0 (115.1) | 2965.5 (280.5) | 8.327 (0.782) | 8.812 (1.008) | 3.246 (0.714) |
| Dimensão do agregado familiar | -103.7 (146.8) | -282.9 (76.8) | 930.2 (186.4) | -2.731 (0.522) | -3.136 (0.676) | -0.410 (0.475) |
| Famílias com cônjuge/companheiro | 1899.9 (337.9) | 969.4 (174.1) | 988.5 (452.1) | 3.091 (1.202) | 4.331 (1.532) | -0.582 (1.140) |
| Proprietário da habitação | 1226.5 (303.6) | 1291.1 (161.2) | 2134.1 (395.8) | 8.918 (1.081) | 5.360 (1.413) | 1.220 (1.011) |
| Constante | -5808.3 (795.8) | -2076.5 (415.8) | -4124.5 (1179.1) | 3.353 (2.832) | 10.788 (3.650) | 49.650 (2.766) |
| Número de observações | 10403 | 10403 | 10403 | 10403 | 10403 | 10403 |
| Pseudo R2 | 0.127 | 0.076 | 0.254 | 0.042 | 0.031 | 0.031 |

Fonte: IDEF 2005/06.

Notas: Desvios-padrão entre parênteses. Observações ponderadas com pesos amostrais.

média. Os coeficientes estimados medem o impacto de cada variável sobre a média ou os percentis da distribuição (condicional) da poupança (ou da taxa de poupança). O confronto entre os resultados obtidos com as regressões de mínimos quadrados e as regressões de quantis evidencia a importância dos percentis mais elevados na determinação dos resultados de mínimos quadrados⁸.

Em seguida, salientar-se-ão alguns dos principais resultados evidenciados no quadro 1, por ordem de apresentação das variáveis. O primeiro conjunto de variáveis avalia o impacto da idade do representante. Os resultados evidenciam que a poupança das famílias aumenta ao longo do ciclo de vida, atingindo um máximo antes da idade da reforma. Este facto é visível tanto na média como nos dois percentis apresentados. Deste modo, os perfis não condicionais apresentados nos Gráficos 4a e 4b são robustos à estimação condicional num conjunto alargado de variáveis adicionais.

Relativamente ao papel da educação do representante do agregado familiar, os resultados revelam que existe uma relação monotónica positiva entre o nível de educação e a poupança em Portugal. Esta relação é particularmente marcada nos percentis mais elevados da distribuição da poupança. Esta conclusão encontra-se diretamente relacionada com os elevados retornos da educação em Portugal, que determinam uma forte relação entre nível educacional e rendimento gerado ao nível do agregado familiar (ver Alves *et al.*, 2010).

As variáveis seguintes pretendem aferir o impacto no nível de poupança (taxa de poupança) da condição perante o trabalho do representante. Este impacto é um dos mais robustos e consistentes nas várias regressões estimadas. Em particular, as famílias em que o representante se encontrava desempregado apresentavam uma poupança significativamente inferior à observada naquelas em que o representante trabalhava. Em termos do nível de poupança, a magnitude do impacto não é significativamente diferente ao longo da metade superior da distribuição da poupança. Por seu turno, a relação negativa entre o desemprego e a taxa de poupança deixa de ser significativamente diferente de zero para os percentis mais elevados da respetiva distribuição. No que se refere às famílias em que o representante se encontrava numa situação de reforma, a sua poupança não diferia significativamente da registada nos agregados com representantes ativos. Este resultado deverá estar associado ao facto de, com as regras em vigor do sistema fiscal e do sistema de segurança social em 2005/06, a entrada no período de reforma não implicar uma redução significativa no rendimento líquido dos indivíduos. Finalmente, a presença de um membro adicional no agregado familiar a exercer uma profissão aumenta significativamente, quer o nível, quer a taxa de poupança dos agregados familiares.

O Quadro 1 apresenta seguidamente os coeficientes relativos a algumas características do agregado familiar⁹. É interessante notar que a dimensão do agregado familiar não afeta significativamente quer o nível (exceto na aba direita da distribuição) quer a taxa de poupança. Deste modo, conclui-se que a determinação da poupança das famílias surge influenciada não tanto pela sua dimensão, mas

(8) Note-se que os coeficientes das variáveis para os menores percentis da distribuição da poupança, embora mantenham tipicamente o mesmo sinal dos obtidos para os percentis mais elevados, são em geral não significativos.

(9) As regressões incluíram também variáveis sobre a localização do alojamento. Neste âmbito, refira-se que as regiões que apresentam os níveis mais elevados de poupança – após controlo do impacto das restantes variáveis – são os Açores e a Madeira. As regiões com os níveis mais baixos de poupança são o Norte e o Centro.

pela sua capacidade de geração de rendimento, que resulta essencialmente do nível educacional e do grau de participação no mercado de trabalho. Curiosamente, a presença de um cônjuge no agregado familiar influencia significativamente a poupança das famílias, mesmo controlando o impacto de todas as outras variáveis explicativas. Este efeito é particularmente relevante para os percentis mais baixos da distribuição da poupança. Este resultado deverá estar relacionado não apenas com mecanismos de seguro existentes no seio familiar mas também à existência de várias economias de escala que não estão captadas na análise¹⁰.

Finalmente, o facto de os agregados familiares serem proprietários da habitação onde vivem está associado a um maior nível de poupança, de forma mais acentuada para os percentis mais elevados da distribuição da poupança. Este facto estará associado ao papel da riqueza. De facto, uma especificação alternativa – para a sub-amostra constante do Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias – em que se inclui como variável explicativa adicional a riqueza (bruta ou líquida) permite concluir que os agregados familiares com maior riqueza apresentam maiores níveis de poupança. Note-se, contudo, que esta relação poderá refletir alguma endogeneidade, dado que as famílias com maiores taxas de poupança ao longo do seu ciclo de vida tenderão a apresentar níveis de riqueza mais elevados, tudo o resto constante.

A evidência apresentada nesta secção pode ser importante não só na caracterização microeconómica das decisões de poupança dos agregados familiares, mas também na identificação dos segmentos da população mais afetados por políticas que visam afetar estas decisões. No entanto, a extrapolação das decisões a nível individual para o nível macroeconómico é particularmente complexa. A relação entre o desemprego e a poupança é bem ilustrativo desta dificuldade. De facto, a evidência microeconómica sugere indiscutivelmente que uma experiência de desemprego tende a diminuir a taxa de poupança dos respetivos agregados familiares. No entanto, os choques que determinam o aumento do desemprego – por exemplo um aumento da incerteza a nível agregado – podem ser geradores de um aumento da poupança a um nível macroeconómico. Esta complexidade justifica a segmentação tipicamente existente na literatura entre as abordagens micro e macroeconómica. Neste artigo, não será igualmente possível evitar esta segmentação, que surge reforçada pelo facto de a evidência microeconómica acima apresentada se centrar num único ano, enquanto a evidência macroeconómica apresentada na secção seguinte se reporta ao período desde a adesão de Portugal à Comunidade Europeia.

3. UMA MODELAÇÃO DO COMPORTAMENTO DA TAXA DE POUPANÇA NO PERÍODO 1985-2009

A secção anterior permitiu identificar um conjunto de factos estilizados sobre a distribuição da poupança em Portugal, de acordo com as características dos agregados familiares incluídos no IDEF e no IPEF. A natureza *cross-section* daquelas bases de dados não permite, no entanto, analisar os principais fatores subjacentes ao comportamento da taxa de poupança em Portugal ao longo do

(10) Não obstante, importa notar que, mesmo utilizando como variável explicada o nível de poupança re-escalado com a taxa de equivalência modificada da OCDE, nenhum dos resultados acima descritos se alteraria.

tempo. Nesta secção pretende-se assim explorar a relação intertemporal entre a taxa de poupança e um conjunto de agregados macroeconómicos. Esta relação será quantificada através de um modelo com mecanismo corretor do erro, que permitirá identificar um conjunto de regularidades empíricas no comportamento da taxa de poupança. Começa-se por sintetizar o tipo de relação habitualmente esperada entre a taxa de poupança e um conjunto de variáveis potencialmente explicativas do seu comportamento (subsecção 3.1). Seguidamente apresentam-se os resultados da estimação do modelo temporal para a economia portuguesa (subsecção 3.2).

A estimação de uma equação para a taxa de poupança em Portugal depara-se com o desafio de garantir simultaneamente um período amostral longo e a ausência de mudanças de regime substanciais. Neste contexto, a relação foi estimada com dados anuais para o período de integração de Portugal na Comunidade Europeia. De facto, em meados da década de 80, iniciou-se o processo de liberalização financeira em Portugal, com um aumento da concorrência nos mercados financeiros, associado a uma maior inovação e a um acesso das famílias a novos produtos financeiros (ver DEE, 2009). A liberalização do setor financeiro e a maior estabilidade nominal traduziram-se num acesso mais alargado ao crédito por parte das famílias, implicando uma redução das restrições de liquidez para alguns agentes (ver Castro, 2006). A transição para um sistema financeiro liberalizado terá assim alterado os fatores que determinam as decisões de poupança das famílias. Esta mudança de regime justifica assim a exclusão da estimação do período anterior à integração na CEE.

3.1. Fatores explicativos da evolução da taxa de poupança

Dada a variedade e extensão dos fatores identificados na literatura como estando potencialmente associados à evolução da taxa de poupança, a determinação das variáveis a incluir nas relações de longo e curto prazo resulta habitualmente de um estudo das respetivas propriedades empíricas. As variáveis que se revelaram mais robustas na explicação da evolução da taxa de poupança em Portugal foram a taxa de juro nominal (ou, em alternativa, a taxa de inflação), o saldo governamental, a taxa de crescimento do PIB e a riqueza total em percentagem do rendimento disponível. A literatura teórica e empírica identifica vários canais de transmissão entre estas variáveis e a taxa de poupança, que importa sumariar antes de apresentar os resultados da estimação para o caso português.

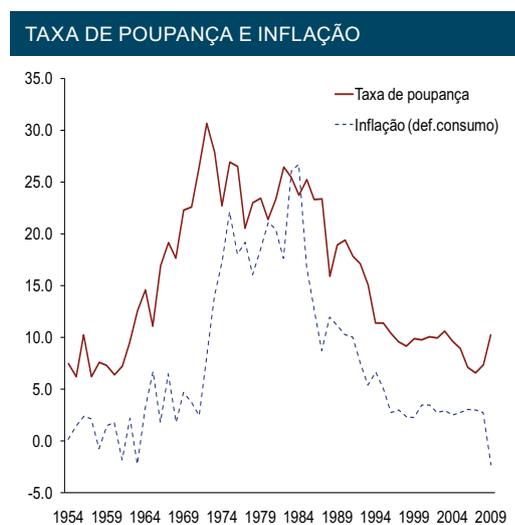
Inflação

A inflação é um fator importante na evolução da taxa de poupança, existindo geralmente uma relação de sinal positivo entre as duas variáveis. Este facto estilizado surge de forma robusta e consistente em estudos que avaliam a evolução da poupança em diferentes países e em diferentes períodos amostrais. Existem essencialmente dois canais que justificam aquela relação. Por um lado, períodos de elevada inflação refletem geralmente maior incerteza, tendendo a aumentar a poupança por motivo de precaução. Por outro lado, uma inflação mais elevada tende a erodir o valor da riqueza financeira das famílias, o que promove um aumento da poupança das famílias de forma a compensar este efeito (veja-se Berry *et al.*, 2009). Da mesma forma, do lado dos passivos (empréstimos) a existência de inflação elevada obriga as famílias ao pagamento de um serviço de

dívida mais elevado, o que constitui uma poupança forçada, sugerindo também uma relação no mesmo sentido.

A relação entre a taxa de inflação e a taxa de poupança em Portugal encontra-se claramente traduzida no Gráfico 5. Pelo facto de a inflação ser um fenómeno relevante na análise da evolução da taxa de poupança (em particular no longo prazo), alguns autores calculam uma taxa de poupança corrigida da inflação, em que a poupança é expurgada do efeito de erosão na riqueza das famílias. Tal como apresentado no Gráfico 6, a taxa de poupança corrigida apresenta-se bastante mais estável que a taxa não corrigida desde o início da década de 90.

Gráfico 5



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 6



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Taxa de poupança não ajustada pela participação das famílias nos fundos de pensões. As taxas de poupança corrigida e não corrigida da inflação encontram-se em percentagem do respetivo rendimento disponível. A inflação está definida como a taxa de variação anual do deflador do consumo privado.

Taxa de juro real

Um aumento das taxas de juro reais aumenta o custo de oportunidade do consumo atual face ao consumo futuro, pelo que as famílias tenderão a adiar despesas de consumo, aumentando a taxa de poupança (efeito substituição). Contudo, o efeito de aumento do rendimento futuro associado à maior remuneração das poupanças acumuladas poderá levar a um aumento do consumo atual (efeito rendimento). O sinal da relação entre a taxa de poupança e a taxa de juro real dependerá da importância relativa destes dois efeitos de sinal contrário, que estão em particular dependentes da posição financeira líquida dos particulares. Empiricamente, os resultados na literatura apontam para uma relação ambígua e/ou não significativa entre a taxa de juro real e a taxa de poupança.

Na aplicação empírica para Portugal, será utilizada uma taxa de juro nominal, que abarca o efeito conjunto da taxa de juro real e da taxa de inflação. Pelo exposto acima, o sinal esperado da relação entre a taxa de juro nominal e a taxa de poupança será positivo. Acresce que a taxa de juro nominal

poderá captar a evolução das condições de acesso ao crédito. Por exemplo, uma descida da taxa de juro nominal – ou um aumento da intermediação financeira – diminui o número de famílias com restrições de liquidez e aumenta a possibilidade de alisamento das decisões de consumo, o que diminui, em termos agregados, a poupança por motivos de precaução.

Política orçamental

As decisões de poupança e consumo das famílias são influenciadas pelas decisões dos outros agentes económicos, em particular das administrações públicas. A teoria económica sugere uma relação negativa entre o saldo orçamental das administrações públicas e a taxa de poupança das famílias. Deste modo, uma diminuição do saldo orçamental, designadamente associado a uma diminuição de impostos ou a um aumento de despesas com as famílias (subsídios da segurança social, despesas de saúde e de educação, ...) tende a refletir-se num aumento da taxa de poupança. Por um lado, tende a existir alguma substituição entre despesa pública e privada. Por outro lado, se o desequilíbrio das contas públicas aumentar de forma significativa, as famílias tenderão a aumentar, ainda que parcialmente, as suas poupanças, antecipando a eventual necessidade de aumentos futuros de impostos (argumento que encontra uma versão extrema no teorema da equivalência Ricardiana). Note-se ainda que o grau de substituição entre poupança das famílias e poupança pública dependerá adicionalmente da fração de famílias com restrições de liquidez.

Taxa de variação do PIB

A existência de uma relação positiva entre a taxa de poupança e o crescimento económico tem sido profusamente documentada em termos empíricos¹¹. De acordo com a teoria do ciclo de vida/rendimento permanente, o consumo das famílias tenderá a ser alisado em função do seu rendimento permanente, isto é, o rendimento que em média esperam receber ao longo do ciclo de vida. Desta forma, flutuações inesperadas e temporárias no rendimento disponível tenderão a manifestar-se em flutuações no mesmo sentido da poupança. Este argumento aponta assim para um comportamento pró-cíclico da taxa de poupança. Adicionalmente, mesmo que as famílias tenham a perceção que o seu rendimento permanente se alterou, o seu ajustamento no consumo deverá ser gradual – por via da existência de hábitos nas decisões de consumo – pelo que a relação entre taxa de poupança e rendimento tenderá a ser positiva mesmo neste caso. Carroll *et al.* (2000) apresentam um modelo teórico, com hábitos no consumo, compatível com uma relação positiva entre o crescimento do PIB e a taxa de poupança.

Riqueza

Sendo a riqueza uma potencial fonte de poder de compra presente ou futuro, aumentos significativos e considerados não temporários no seu valor (em particular resultantes de uma valorização nos preços dos ativos) podem ser equiparados pelas famílias a aumentos no seu rendimento per-

(11) O debate na literatura centra-se tipicamente no sentido da causalidade entre a poupança e o crescimento económico, sendo que a conclusão habitual estabelece a existência de canais de causalidade nos dois sentidos.

manente, com impacto positivo nos níveis de consumo (e negativo na poupança). Em contrapartida, perdas de valor da riqueza resultantes de uma desvalorização dos seus ativos poderão motivar um aumento da poupança com vista à reposição dos valores de riqueza. Espera-se, assim, que variações significativas na riqueza se reflitam em variações de sentido contrário na taxa de poupança. Nesta secção utiliza-se um conceito de riqueza líquida, ou seja, a riqueza total deduzida do endividamento. Importa referir que a relação entre o endividamento e a poupança é ambígua, dependendo, nomeadamente, do tipo de endividamento, do grau de restrições de liquidez dos agentes e do momento no ciclo de vida em que se gera o endividamento.

Outros fatores explicativos

A literatura identifica um conjunto extenso de variáveis adicionais que poderão influenciar a taxa de poupança, tais como a estrutura etária das famílias, o peso da população em idade ativa ou o grau de incerteza na economia¹². Estas variáveis não foram incluídas na estimação por apresentarem resultados inverosímeis - caso do peso dos indivíduos com mais de 65 anos, que consegue captar em larga medida a evolução da taxa de poupança, dada a correlação fortemente negativa entre as duas variáveis nos últimos 25 anos - ou por serem não significativas - caso das *proxies* para a evolução da incerteza, tal como a volatilidade dos índices acionistas.

3.2. Resultados da estimação do modelo

A equação de longo prazo estimada para a taxa de poupança dos particulares tem a seguinte forma:

$$TxPoup_t = \alpha_0 + \alpha_1 txjur_t + \alpha_2 SGov_t + \alpha_3 PIBtvr_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

onde $TxPoup$ é a taxa de poupança dos particulares (em percentagem do rendimento disponível), $txjur$ é uma taxa representativa dos depósitos a prazo (medida em termos de média anual)¹³, $SGov$ é o saldo orçamental excluindo medidas temporárias (em percentagem do PIB) e $PIBtvr$ é a taxa de variação em volume do PIB. Todas estas variáveis são integradas de ordem 1 no período em análise. A equação (1) configura uma relação de cointegração. De facto, de acordo com os testes de Johansen, a hipótese nula de ausência de cointegração é rejeitada, mesmo tendo em conta os pontos críticos corrigidos para pequenas amostras¹⁴.

Por seu turno, a dinâmica de curto prazo da variação da taxa de poupança, resultante de um procedimento de simplificação “do geral para o particular”, apresenta a seguinte forma:

(12) Outro fator que poderá ter algum impacto na poupança são as remessas de emigrantes e imigrantes, na medida em que influenciam diretamente o rendimento disponível das famílias. Admitindo que pelo menos parte das remessas dos emigrantes não se reflete imediatamente em despesas das famílias residentes em Portugal, aumentos dessas remessas implicam aumentos na poupança. Analogamente, um aumento das remessas dos imigrantes tenderá a contribuir para uma diminuição da poupança em Portugal. É de notar que o peso das remessas líquidas de emigrantes no rendimento disponível das famílias diminuiu progressivamente entre 1995 e 2009, o que poderá ter contribuído *ceteris paribus* para uma diminuição da taxa de poupança.

(13) Os resultados da estimação seriam muito semelhantes caso se tivesse considerado a taxa de juro de referência do mercado bancário (Euribor), dada a elevada associação entre as duas taxas.

(14) Os testes de raízes unitárias das variáveis, bem como os testes de cointegração, estão disponíveis mediante pedido.

$$\Delta TxPoup_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta TxPoup_{t-1} + \gamma_1 \Delta SGov_t + \gamma_2 \Delta PIBtvr_t + \gamma_3 \Delta Riq_t + \theta Dummy94 - \tau ECM_{t-1} + u_t \quad (2)$$

onde Δ representa a primeira diferença da respetiva variável, Riq é o valor da riqueza total líquida dos particulares (medida como o valor dos ativos financeiros e da habitação deduzido do endividamento) em percentagem do rendimento disponível, $Dummy94$ é uma variável *dummy* que assume o valor 1 em 1994¹⁵ e ECM é o mecanismo corretor do erro, ou seja, o vetor de resíduos da equação (1).

As equações foram estimadas para o período entre 1985 e 2009. Os resultados da estimação encontram-se no Quadro 2¹⁶. As variáveis revelaram-se estatisticamente significativas e apresentaram os sinais esperados, em linha com as relações estimadas em diversos estudos empíricos para outros países¹⁷. Importa igualmente sublinhar que estes parâmetros apresentam uma elevada estabilidade ao longo do tempo, o que foi confirmado com a estimação recursiva dos parâmetros (disponível mediante pedido).

Importa realçar cinco observações principais do Quadro 2. Em primeiro lugar, a taxa de juro nominal tem uma relação positiva no longo prazo com a taxa de poupança. Um aumento de 1 ponto

Quadro 2

| RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO | | |
|--|--------------|---------|
| Taxa de poupança em percentagem do rendimento disponível | | |
| Variáveis explicativas | Coefficiente | Rácio-t |
| Equação de longo prazo (variável dependente: $TxPoup$) | | |
| Constante | 2.88 | 1.99 |
| Taxa de juro nominal | 0.59 | 5.94 |
| Saldo orçamental (em % PIB) | -0.87 | -3.08 |
| PIB - taxa de variação em volume | 0.64 | 3.20 |
| Dinâmica de curto prazo (variável dependente: $\Delta TxPoup$) | | |
| Constante | -0.55 | -2.92 |
| Variável dependente desfasada | -0.35 | -3.43 |
| Saldo orçamental (primeiras diferenças) | -0.75 | -7.18 |
| PIB - taxa de variação em volume (primeiras diferenças) | 0.41 | 4.01 |
| Riqueza total líquida/ Rendimento disponível (primeiras diferenças) | -0.06 | -4.10 |
| Mecanismo corretor do erro (desfasado) | -0.48 | -4.07 |
| <i>dummy</i> (1994=1) | -3.80 | -4.07 |
| Desvio padrão dos resíduos | 0.82 | |
| Desvio padrão da variável dependente | 2.02 | |
| R2 | 0.88 | |
| AR 1-2 teste | 0.26 | |
| | (0.77) | |

(15) Importa referir que os resultados reportados são robustos à presença desta variável *dummy*, que visa apenas eliminar um forte erro de previsão do modelo para 1994.

(16) Foram igualmente testadas especificações alternativas, em que a relação de longo prazo foi definida entre a taxa de poupança e a taxa de juro nominal ou entre a taxa de poupança e a taxa de inflação. Importa notar que as propriedades destas relações alternativas de longo prazo, bem como as correspondentes especificações da dinâmica de curto prazo, não apresentam diferenças qualitativas significativas face aos resultados apresentados no Quadro 1.

(17) Hüfner e Koste (2010) apresentam uma resenha de estudos empíricos, incluindo uma lista dos principais determinantes e respetivos sinais. O PIB (ou rendimento), o saldo orçamental e a taxa de juro apresentam sinais idênticos aos reportados no quadro 1 em quase todos os estudos recensados.

percentual na taxa de juro nominal está associado a um aumento de 0.6 p.p. na taxa de poupança no longo prazo. Note-se que, como acima referido, a taxa de juro nominal capta não apenas a conjugação do efeito substituição e do efeito rendimento, mas também o impacto da evolução da taxa de inflação e o impacto do processo de transição de regime para a área do euro, período durante o qual as restrições de liquidez e a incerteza nominal diminuíram significativamente. Deste modo, é preciso ter uma especial cautela na utilização do modelo para simular o impacto de uma variação da taxa de juro sobre a taxa de poupança no atual regime, dado que o modelo tenderá a sobre-estimar este impacto.

Em segundo lugar, as decisões de poupança das famílias portuguesas surgem influenciadas pela situação das finanças públicas, estimando-se uma relação significativamente negativa com o saldo orçamental, tanto na equação de longo prazo como na de curto prazo. De acordo com a regressão em níveis, um aumento de 1 ponto percentual no défice orçamental (em percentagem do PIB) está associado a um aumento de 0.9 pontos percentuais da taxa de poupança das famílias no longo prazo, em linha com os resultados reportados em Ferrucci e Mirales (2007). Este resultado sugere a existência de uma substituição entre despesa (poupança) pública e despesa (poupança) das famílias no longo prazo¹⁸. Este facto deverá ser particularmente relevante nas famílias com restrições de liquidez. No curto prazo, também é estimado um coeficiente significativo e negativo entre a variação da taxa de poupança e a do saldo das finanças públicas.

Em terceiro lugar, os dados parecem sustentar a existência de uma relação positiva da taxa de poupança com a dinâmica do PIB, tanto no longo como no curto prazo (sendo o coeficiente de longo prazo, relativo ao crescimento do PIB, de 0.6 e o de curto prazo, relativo à aceleração do PIB, de 0.4).

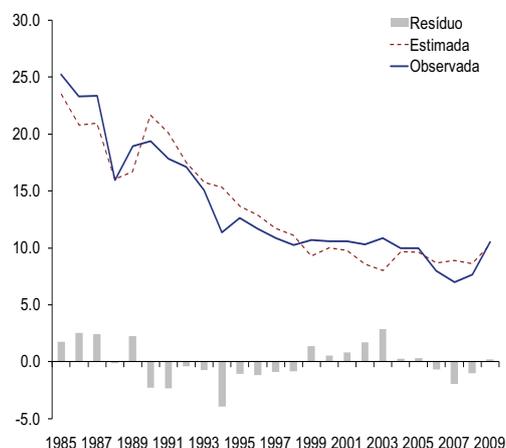
Em quarto lugar, os resultados sugerem também uma relação de curto prazo negativa entre a poupança e a riqueza total líquida (em percentagem do rendimento disponível), confirmando que flutuações nos níveis de riqueza tendem a afetar o consumo no mesmo sentido, como sugerido em Castro (2007) e Farinha (2009). Estes resultados são robustos à utilização do agregado riqueza total, dada a semelhança do perfil temporal destas variáveis (ver anexo). Finalmente, o coeficiente associado ao mecanismo corretor do erro, estimado em -0.5, indica que cerca de metade do desvio da taxa de poupança face às suas determinantes de longo prazo, observado num determinado ano, é corrigido no ano seguinte.

O Gráfico 7 apresenta a série de valores observados para a taxa de poupança e os estimados de acordo com a equação de longo prazo (1), enquanto o Gráfico 8 apresenta a série de valores observados para a variação da taxa de poupança e os estimados de acordo com a equação dinâmica de curto prazo (2). O modelo estimado capta de forma assinalável o sinal e a magnitude das variações da taxa de poupança das famílias em Portugal nos últimos 25 anos. Este facto reforça a sua potencial utilidade na interpretação dos principais fatores subjacentes à evolução da taxa de poupança em Portugal.

(18) Este facto mitiga o impacto, no longo prazo, de uma redução do défice público sobre o défice externo (em percentagem do PIB).

Gráfico 7

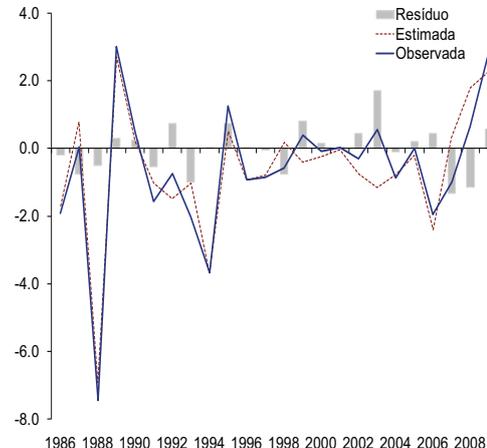
TAXA DE POUPANÇA OBSERVADA E ESTIMADA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 8

VARIACÃO DA TAXA DE POUPANÇA OBSERVADA E ESTIMADA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

A tendência descendente da taxa de poupança observada a partir de meados da década de 80, e sobretudo ao longo da década de 90, parece estar fortemente associada ao processo de desinflação e de descida das taxas de juro nominais, nomeadamente no quadro da convergência nominal para a moeda única. Em simultâneo, observou-se um crescimento muito significativo do património líquido das famílias ao longo da década de 90, não obstante o aumento substancial do endividamento (veja-se Cardoso *et al.*, 2008), que terá também contribuído para sustentar níveis mais elevados de consumo e promover uma descida da taxa de poupança. Note-se que, ao longo da década de 90, prevalecem os períodos em que a taxa de poupança se encontra abaixo dos valores implicados pelos determinantes de longo prazo.

Após a introdução do euro, a taxa de juro nominal situou-se em níveis historicamente baixos. Neste período, a evolução do património das famílias (em percentagem do rendimento disponível) interrompeu a tendência fortemente crescente observada na década de 90, passando a apresentar uma relativa estabilização. Em alguns anos, a variação da riqueza foi mesmo negativa, em parte refletindo quedas significativas dos preços dos ativos nos mercados financeiros, o que terá influenciado as decisões de poupança dos agregados familiares com maiores níveis de riqueza. Esta interrupção do contributo da taxa de juro e da riqueza para a redução da taxa de poupança, conjugada com um efeito negativo do rendimento, traduziu-se numa relativa estabilidade da taxa de poupança para o período 2000-2003. Mais recentemente, em 2006 e 2007, a taxa de poupança diminuiu significativamente, para o que terá contribuído o processo de consolidação orçamental então observado. Nestes anos, a taxa de poupança situou-se abaixo do que seria de esperar com base na relação de longo prazo (bem como na relação de curto prazo). Este facto poderá estar relacionado com a continuação do processo de inovação financeira observado neste período, - num quadro de condições financeiras internacionais muito favoráveis - no qual as famílias acederam a novos instrumentos financeiros e a novas modalidades de financiamento que permitiram acomodar um aumento do

endividamento sem um significativo acréscimo no respetivo serviço da dívida.

O aumento da taxa de poupança em 2009 parece refletir, por um lado, um ajustamento face aos mínimos observados em 2007 e 2008 e, por outro, o significativo agravamento do défice público. Note-se, nomeadamente, que as transferências públicas para as famílias aumentaram fortemente em 2009, contribuindo para conter a desaceleração do rendimento disponível, num contexto de queda não antevista de preços. Adicionalmente, a crescente percepção relativa à deterioração da situação orçamental e a incerteza face às medidas necessárias para corrigir o défice excessivo da contas públicas deverão também ter contribuído para um aumento da poupança por motivos de precaução¹⁹.

Finalmente, existem vários fatores não incluídos no modelo estimado que tenderão a ganhar proeminência num futuro próximo. Em particular, dada a atual situação económica e financeira nacional - em que coexiste uma restrição ativa ao financiamento externo com a necessidade de uma desalavancagem simultânea dos setores público e privado - uma maior restritividade no acesso ao crédito poderá dificultar o alisamento do consumo por um número crescente de famílias, alterando as propriedades estatísticas da taxa de poupança acima identificadas. A incerteza associada ao processo de ajustamento da economia tenderá igualmente a promover um aumento da poupança por motivo de precaução.

4. CONCLUSÕES

Este artigo procurou contribuir para a compreensão das decisões de poupança das famílias em Portugal. Uma das principais novidades da análise consistiu na apresentação conjunta de evidência micro e macroeconómica. Esta evidência, de natureza segmentada mas complementar, permite ter uma visão abrangente sobre as decisões individuais e agregadas da poupança em Portugal.

As principais conclusões decorrentes da análise foram as seguintes.

1. Existe uma elevada desigualdade na distribuição da poupança, com uma pequena percentagem das famílias responsável pela maioria da poupança gerada em Portugal. Estas famílias são as que apresentam níveis superiores de rendimento e riqueza. Adicionalmente, existe uma fração significativa de famílias que reportam níveis negativos de poupança. Em termos de taxa de poupança, esta é crescente no rendimento e, embora de forma claramente menos marcada, na riqueza das famílias.
2. A evidência microeconómica sugere que existe um forte comovimento entre despesa e rendimento ao longo do ciclo de vida, sendo de realçar a queda marcada destes agregados no início da idade da reforma das famílias. Este comovimento é significativamente atenuado quando se tem em conta as alterações na composição dos agregados familiares. Por seu turno, a poupança aumenta monotonamente até ao escalão etário de 55 a 64 anos, e diminui posteriormente, embora se situe

(19) Tal como acima referido, o modelo não inclui uma variável que capte explicitamente a evolução da incerteza, dado que as *proxies* disponíveis - nomeadamente medidas de volatilidade nos mercados financeiros (que apenas captam de forma imperfeita a incerteza relevante para as decisões de consumo e poupança das famílias) - não se revelaram significativas. A não incorporação do impacto directo da incerteza poderá explicar em parte a subestimação pelo modelo do nível e da variação da taxa de poupança em 2009.

permanentemente em níveis positivos. Esta evolução é globalmente reconciliável com as previsões da teoria do ciclo de vida.

3. A determinação da poupança das famílias a um nível microeconómico está fortemente associada à capacidade de geração de rendimento, que é função do nível educacional dos cônjuges e do respetivo grau de participação no mercado de trabalho. De facto, uma análise multivariada das determinantes da poupança em Portugal revela uma relação positiva entre o nível de educação e a poupança, bem como entre a poupança e o número de membros do agregado familiar a exercer uma profissão. Estas relações são particularmente marcadas nos percentis mais elevados da distribuição da poupança, ou seja, nos segmentos que mais contribuem para a poupança em Portugal.

4. Em termos agregados, a taxa de poupança das famílias em Portugal é relativamente baixa no quadro da União Europeia. A taxa de poupança apresentou uma tendência marcadamente descendente no período anterior à adesão ao euro e uma relativa estabilidade ao longo da última década, com exceção do período entre 2005 e 2009 em que evidenciou um comportamento em forma de bossa invertida.

5. Esta evolução da taxa de poupança é captada de forma assinalável por um modelo em forma de mecanismo corretor do erro estimado para o período 1985-2009. Neste modelo, a taxa de poupança encontra-se positivamente relacionada no longo prazo com a taxa de juro nominal e com o crescimento do PIB, e negativamente com o saldo orçamental. No curto prazo, a variação da taxa de poupança é determinada pelas flutuações destas duas últimas variáveis, pelos desvios face à relação de longo prazo, bem como (com sinal negativo) por flutuações de valor na riqueza das famílias.

6. A evolução futura da taxa de poupança será influenciada *inter alia* pelo comportamento dos fatores explicativos acima descritos. No entanto, a atual situação económica e financeira e a perspectiva de alterações estruturais significativas em dimensões como as condições de financiamento dos agentes económicos e a condução da política orçamental poderão refletir-se em quebras das relações estimadas, pelo que a sua utilização na projeção futura da taxa de poupança deverá ser efetuada com especial cautela.

A compreensão dos fatores que determinam a evolução da poupança das famílias é uma área do conhecimento económico em que as questões sem resposta definitiva ainda abundam. Este hiato encontra-se parcialmente relacionado com o facto de a evidência micro e macroeconómica não ser diretamente conciliável. O presente artigo atesta bem este facto. Por outro lado, os fatores que contribuem para explicar a evolução da poupança ao longo do tempo e as diferenças de níveis de poupança entre países têm uma natureza marcadamente multidisciplinar – incluindo questões culturais, demográficas e psicológicas. A integração destas áreas de saber é uma agenda de investigação vasta e complexa, que importa prosseguir no futuro.

REFERÊNCIAS

- Alves, N., M. Centeno e A. Novo (2010), “O Investimento em Educação em Portugal: Retornos e Heterogeneidade”, Banco de Portugal, *Boletim Económico - Primavera*.
- Attanasio, O. e J. Banks (2001), “The assessment: household saving – issues in theory and policy”, *Oxford Review of Economic Policy*, 17(1): 1-19.
- Attanasio, O. e G. Weber (2010), “Consumption and saving: models of intertemporal allocation and their implications for public policy”, *Journal of Economic Literature*, 48, September, 693-751.
- Banco de Portugal (2010), *Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa*, 2010.
- Berry, S., Williams, R. e Waldron, M. (2009), “Household Saving” - *Bank of England Bulletin*, 2009Q3.
- Blundell, R. et al. (2010), *Tax by Design*, Oxford University Press.
- Browning, M. e T. Crossley (2001), “The life-cycle model of consumption and savings”, *Journal of Economic Perspectives*, 15(3), Summer: 3-22.
- Carroll, C., Overland, J. e Weil, D. (2000), “Saving and Growth with Habit Formation”, *American Economic Review* 90.
- Cardoso, F., Farinha, L. e Lameira, R. (2008), “Household wealth in Portugal: revised series”, *Occasional Paper 1*, Banco de Portugal.
- Castro, G. (2006), “Consumo, rendimento disponível e restrições de liquidez”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Verão-2006.
- Castro, G. (2007), “Os efeitos da riqueza no consumo para a economia portuguesa”, Banco de Portugal, *Boletim Económico-Inverno*.
- Crossley, T. e C. O’Dea (2010), “The wealth and saving of UK families on the eve of the crisis”, *mimeo*, Institute for Fiscal Studies.
- De Serres, A. e Pelgrin, F. (2003), “The decline in private saving rates in the 1990s in OECD countries: how much can be explained by non-wealth determinants”, OECD, *Economic Studies* nº36.
- Departamento de Estudos Económicos (DEE) (2009), *A economia portuguesa no contexto da integração económica, financeira e monetária*, Banco de Portugal.
- Dynan, K., J. Skinner e S. Zeldes (2004), “Do the rich save more?”, *Journal of Political Economy*, 112 (2), 397-444.
- Farinha, L. (2008), “O endividamento das famílias portuguesas: evidência recente com base nos resultados do IPEF 2006-2007”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira-2007*.
- Farinha, L. (2009), “Os efeitos da riqueza sobre o consumo em Portugal: uma abordagem microeconómica”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira-2008*.
- Ferrucci e Miralles (2007), “Saving behavior and global imbalances: the role of emerging market economies”, *ECB Working Papers* nº 842.
- Hüfner e Koste (2010), “Explaining household saving rates in G7 countries: implications for Germany”, OECD, *Working Papers* nº754.
- INE (2008), *Inquérito às Despesas das Famílias 2005-2006*, Instituto Nacional de Estatística.

Jappelli, T. e F. Modigliani (2003), "The age-saving profile and the life-cycle hypothesis", in *The Collected Papers of Franco Modigliani*, Vol. 6, The MIT Press.

Kotlikoff, L. (1989), *What determines savings?*, The MIT Press.

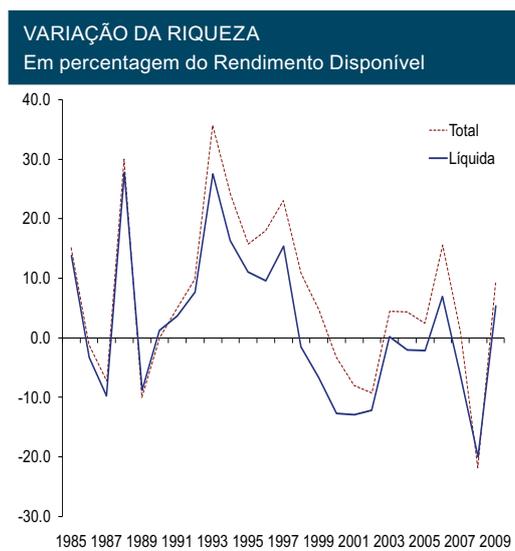
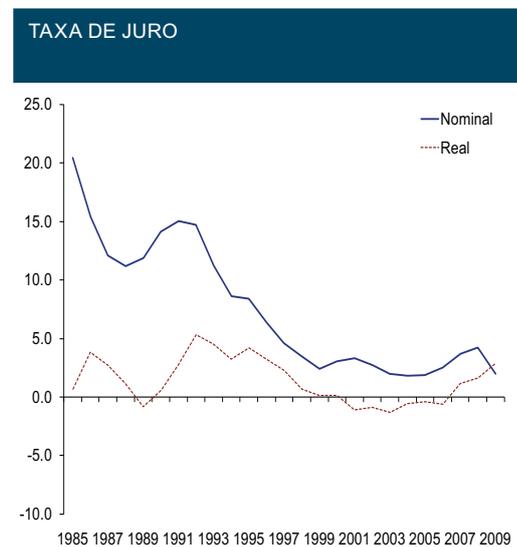
Modigliani, F. e Brumberg, R. (1954), "Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data", in Volume 6 *The Collected Papers of Franco Modigliani*, The MIT Press.

Moremo-Badía, M. (2006), "Who saves in Ireland? The micro evidence", *IMF Working Paper* WP/06/131.

Poterba, J. (ed.) (1994), *The international comparison of household saving*, University of Chicago Press.

ANEXO

Variáveis observadas



Fontes: INE e Banco de Portugal.